

早稲田商学第 431 号
2012 年 3 月

コーポレート・ガバナンスの規範分析

山 本 哲 三

目 次

はじめに

1. コーポレート・ガバナンスの基本型：企業モデルからのアプローチ
 2. OECD ガバナンス原則と商法改正試案
 3. 内部統制：取締役会の契約理論
- おわりにー日本型コーポレート・ガバナンスの改革に向けて

はじめに

近年、商法改正の動きと相俟ってコーポレート・ガバナンスをめぐる議論が再び活発になってきている。この問題については法学，経済学，経営学などさまざまな観点からアプローチが試みられてきた。だが，わが国のコーポレート・ガバナンス研究は，国際比較研究や実証分析では一定の成果を挙げたが，いまだ問題の核心に迫れず，あるべきガバナンス像を提示する規範分析で，政府や企業社会に対し有益な提言を欠いている。

日本経済が失速して約20余年，この間の一連の会社不祥事は，法規制の失敗や法令遵守の問題というより，わが国の企業社会がもっと根深いところに統治上の欠陥を抱えていることを示唆している。わが国の低迷する会社業績や金融

市場動向の背景に、ガバナンスの劣化傾向があるように思えるのである。

コーポレート・ガバナンスの問題は、二つの視点から捉える必要がある。一つは、会社を外から規律する、いわば会社に「対する」統治に関係しており、ここでは法制度による規制と金融市場からする規律が問題となる。もう一つは、企業に「よる」内部統治の問題であり、ここでは法制度と金融市場を外的な枠組みとして、企業が内部統治システムをどのように構築し、経営規律ルールをどう定めるかが、重要な問題となる。

小論は、上の二つの視点から、わが国のコーポレート・ガバナンス上の重大な欠陥がどこにあるかを探り、ガバナンスの改善に向け規範分析からする提言を行うものである。

1. コーポレート・ガバナンスの基本型—企業モデルからのアプローチ

コーポレート・ガバナンスとは、会社を構成する人々の経営活動を規律し、方向づけることを意味する。それゆえ、「誰が統治するのか」が問題となるが、通常、会社法は会社の持ち分を所有する株主を主権者と認め、その代理人である取締役を会社の統治者に見立てている。したがって、「何を統治するか」という問題は、主権者である株主が行使する権利の内容に関わっている。そのうちとくに重要なのは取締役の選任・解任であり、また取締役会による経営者のマネジメント活動の監視・監督ということになる。

A. ガバナンス問題の背景

コーポレート・ガバナンスが問題になる背景には、20世紀に先進国の巨大株式会社で進行したいわゆる「所有と支配の分離」がある。とくに、第二次大戦後に日米欧の先進国で進行した法人化の流れは、株式会社の在り様を大きく変貌させた。法制的には、株主が取締役を選出し、取締役会で業務執行を委任された経営陣が経営意思決定を行うものとされたが、実際には会社は株主の手から切り離され、経営者が実質的に会社支配権を握るようになった。経営者は、

株主の利益だけではなく、ステークホルダー（＝従業員、顧客、取引先、金融機関、地域社会の人々）の利益に一定の配慮を払いながら、経営政策を決定するようになったのである。

こうした変化は、国情や会社制度の歴史的発展経路に従い、先進諸国にさまざまなガバナンス構造を生み出した。企業の法制度的構造もそれに対応して多様化した⁽¹⁾が、経済学的なアプローチからすると、それは次の3つの類型に大別することができる。

B. 三つの企業モデル

第一は、会社法制と近似した株主主権モデルと呼べるものである。ここでは、株主集団（S）が会社の実質的な所有者として認められ、その代理人たる取締役会（B）が委任した経営陣（M）が、従業員集団（E）の代表と決定変数のあるものについては共同決定しながらも、他の戦略領域では株主の利益に沿って一方的に権限を行使するというものである（図1）。

ここでは、株価ないし企業価値の最大化に経営戦略の基本が置かれる。このモデルを代表する国は米国であるが、そこでは経営陣は絶え間なく株価最大化

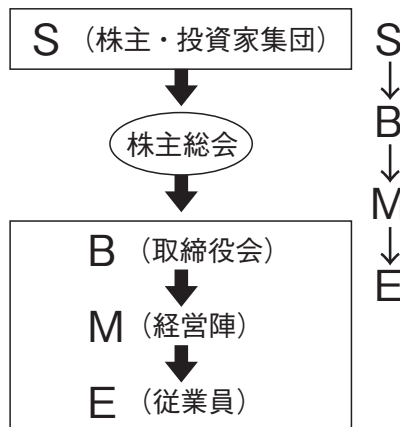


図1 株主主権モデル

の圧力のもとに置かれている。(ア)取締役会が株主の代理人として経営者を監視・監督し、株主に対し業績の説明責任を有していること、(イ)情報技術の発展と情報処理速度の加速化が、証券アナリスト等のモニタリングを促進し、かつそうした情報が経営陣を監視する取締役会や潜在的なテイクオーバー・レイダーに伝達されていること、また、(ウ)ストックオプション・プランの下で、経営陣の個人的な利害も自社株の株価にリンクしていること、さらに、(エ)グローバル化と業務多角化の下、会社の財務コントロールの重要度が増しているが、そこでは株価の動向が業績評価の重要なスコアとして位置づけられていること。こうした一連の事情が米国会社の短期・中期の株価最大化戦略に働いているのである⁽²⁾。

第二は、経営参加モデルであり、ここでは株主集団と従業員集団の共同管理の下で、もしくは両者が経営陣を構成して、経営の共同決定を行うことになる。これは、統治機構に従業員を参加させる方式であり、ドイツの大会社に代表される。ドイツは、共同決定法（1976年）により、監査役会を設置し、それが経営役会を監視・監督する統治機構を制度化した。参加モデルでは、従業員の経営決定に占める役割と影響力の度合いが問題になるが、ドイツの共同決定法は、従業員の経営参加を監査役会への参加に限定し、その役割を会社の定款によって定められた一定の経営行為（経営役の任命、経営役の報告の審査、会計情報の検査等）に絞っている。また、監査役会は同数の株主代表と従業員代表から構成されるが（大会社では10名）、賛否同票のデッドロックに乗り上げた場合には、株主代表から選出される監査役会長が、決定権を行使することになっている。それにより、株主代表による究極的な会社コントロールが担保されているのである⁽³⁾。

経営参加モデルは、従業員の間接的な経営参加であっても、経営者の戦略選択、会社運営に相当の影響を与える可能性がある。経営陣が従業員の選好に配慮するようになるからである。ここで、経営陣が、株主利益と従業員利益を適

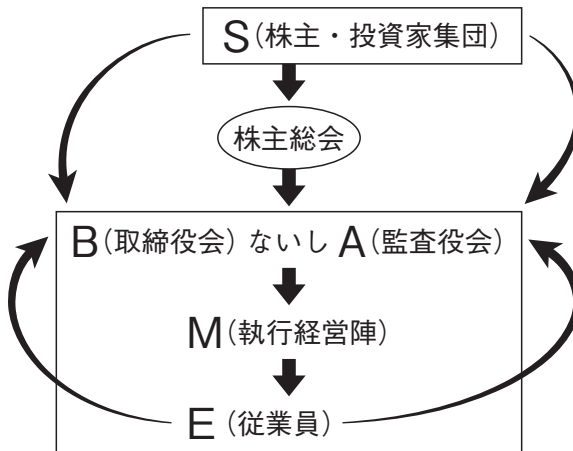


図2 経営参加モデル

正に調整できれば、会社の配分効率性と同時に共同利益の最大化も達成できる可能性がある。だが、産業民主主義が会社エゴと結びつく場合には、労働市場における若年労働者や失業者の雇用を阻害する可能性もある（「産業民主主義のジレンマ」）。現役労働者は雇用拡大より利得の分配を強く選好するかもしれないからである。また、従業員の交渉力の強化は、企業のイノベーションや合理化・コスト削減努力を阻害し、会社の成長率を鈍化させかねない。いわば配分・生産効率性を減退させ、経営にX非効率を生む可能性があるのである。

第三は、経営者支配モデルであり、ここでは経営者は株主や従業員からは相対的に独自の立場に立ち、私利的な動機に基づき独自の効用関数（例えば、成長ないし売上高の最大化）を追求することになる⁽⁴⁾。経営者は会社資源の配分と所得の分配に一定の裁量権ないし決定権を持ち、その能力と意思決定が会社の発展にとって決定的な影響を及ぼすことになる。したがって、株主や従業員の利害がうまく調整・裁定されない場合には、両者と経営陣との間で、エージェンシー問題が発生する可能性がある。

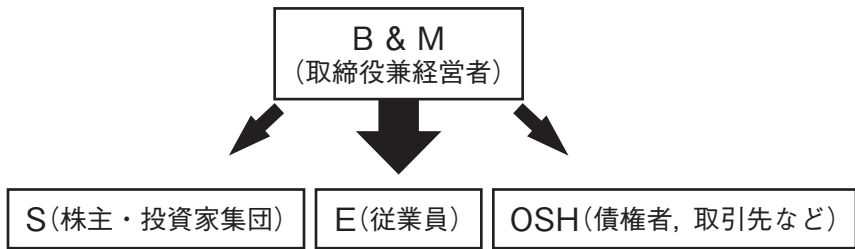


図3 経営者支配モデル

このモデルの問題点は、会社法制との整合性にある。例えば、わが国でも、「会社は社団であり、株主がその構成員として出資する」、「株主は株主総会を構成し、株主総会は取締役を選任、解任するなどの基本的事項を決定する権限を持つ会社の最高機関である」と定めているが、会社経営の実態はそうした法制と大きく乖離している（＝株主総会の形骸化）。もう一つの問題は、通常ここでは経営者は、独自の立場で株主と従業員の利害を調整する裁定者と見なされるが、必ずしも「中立的」な立場には立っておらず、独自に効用の最大化を図っていると考えられる。

C. わが国の企業統治構造—企業モデルからのアプローチ

この三つの企業モデルはいずれも極端なモデルといってよい。わが国の大会社もこうした要素を多かれ少なかれミックスしているが、敢えていえばその統治構造は経営者支配モデルに近似したものといえよう。

日本の産業は、戦後の資本欠乏を出発点に内部成長型のユニークな経営資本主義の道を辿った。「声」を挙げない機関投資家の存在、株式相互持合いによる「相互信任—相互不干渉」の制度化、経営者の内部昇進制度などによって株主主権が形骸化され、日本型ガバナンスが確立をみたのである。わが国の経営者は、概して会社の成長最大化を強く指向していた。日本の経営を特徴づける終身雇用、年功賃金制、および企業別組合は、この成長最大化戦略の下ではじ

めて達成されたのである。高成長がなければ、組織規模や従業員数の拡大はなく、またそれなくしては内部昇進型の管理職制度や終身雇用制度もありえなかった。わが国の大会社は、資金調達を間接金融に依存し、閉鎖的な内部昇進制度で取締役兼経営者を選出し、かつ相互持合いで株主をサイレント化することで法制度との間の溝を埋めてきたのである。

しかし、わが国独自の経営資本主義は、80・90年代に起こった経済の大きな変化—経済のグローバル化と技術・市場環境の変化—を前に、徐々に崩れていった。経済のグローバル化は、わが国の株式市場の後進性（＝会社支配権市場の未成熟）、製品市場の特殊性（＝企業集団・系列等の中間組織を組み込んだ市場）、労働市場の非流動性（転職・派遣市場の未成熟）を浮き彫りにし、国の内外で多くの摩擦を生んだ。わが国の経済は世界経済の構造変化、産業構造の転換（経済の情報化、サービス化）の波に乗り切れず、バブル崩壊を機に低成長時代に突入し、それまでの成長路線を維持することができなくなった。そのなかで従来型投資の行き詰まり（過大投資、稼働率低下、低い資本生産性）や雇用調整の遅れもあって、徐々に産業競争力を低下させていったのである。成長戦略に固執していた経営者は自信を喪失し、日本型経営は衰退し、そのガバナンスの脆さを露呈していく。元来、わが国の統治機構にあっては経営者を規律するガバナンス装置が不透明かつ脆弱であった。会社主権の所在、経営意思決定の根拠ないし正当性が曖昧なまま、また経営者の監視制度が整備されないまま、企業内慣例（＝共同体原理）で問題が処理されてきたのである。緩やかな市場圧力（メインバンク制度、流通比率の低い株式市場）と全体責任主義（内部昇進人事と稟議制度）が、そうしたガバナンス装置の基幹をなしていた。それゆえ、現在求められているガバナンス改革の中心的な課題は、そうした従来型統治機構の改善ということになる。

2. OECD ガバナンス原則と商法改正試案

ここでは、会社に「対する」外部からの規律と取締役会による内部規律を、二つの代表的な統治機構、すなわち退出（exit）のメカニズムと発言（voice）のメカニズムを中心に検討する。

A. 二つの制御メカニズム

退出メカニズムでは、経営者や従業員の会社からの「退出」も問題になるが、いずれも大企業の構成主体として組織内部に閉じ込められる可能性が高い。それゆえ、ここで問題になるのは、株主・投資家の退出ということになる。この退出が経営者にとって脅威となるには、健全な株式市場の存在と株主の合理的な退出行動が欠かせない。退出は株価の低下となって反映されなければならないし、機関株主が、口座取引等の相反利益を理由に、低業績の会社に止まるような不合理な行動も許されないのである。これに対し、発言メカニズムでは、会社構成員が経営者の経営政策や業務執行に批判や反対の声を上げ、それを是正する提言を行うことを意味する。発言力は、株主と経営者のインターフェースでは株主総会を通して、また株主と従業員とのインターフェースでは労働組合を通して発揮されることになる。

わが国では、株式市場は健全性に欠け、株主総会も形骸化しているため、いずれの規律も十分には働いていない。したがって、この二つの制御メカニズムを改善することが重要な課題になる。前者で、市場の規律を強化するためにとくに重要な課題となるのは、会社支配権市場の整備である。最近、株式持ち合いの解消、メインバンク機能の低下、機関投資家の行動変化が見られるものの、その動きは遅く、会社支配権市場は経営者への規律装置としてはいまだ未成熟である。内部昇進制度のため経営者市場の形成が遅れていることもこの背景にはある。これに対し、後者では株主主権の強化、とりわけ株主による取締役の選任と取締役会による経営モニタリング機能が重要な問題となる。

B. OECD コーポレート・ガバナンス原則

OECD のコーポレート・ガバナンス原則は、ガバナンス問題に関し先進国のベスト・プラクティスを集大成したものである⁽⁵⁾。この OECD 原則は、コーポレート・ガバナンスを以下のように定義している。

・コーポレート・ガバナンスは、経済効率性を改善し、成長を促進し、投資家の信頼を高めるうえでの一つの重要な要素である。

・コーポレート・ガバナンスは、会社経営陣、取締役会、株主、およびステークホルダー（利害関係者）の間の一連の関係に関わるものである、

・コーポレート・ガバナンスは、会社が目標を設定したとき、その目標を達成するための戦略や会社業績を監視・監督するための手段を決定する仕組みを提供するものである。

OECD の見解によれば、「優れたガバナンス」とは、取締役会や経営陣に会社や株主の利益となる目標を追求するインセンティブを与え、有効な監視を促すものであり（ミクロ次元）、市場経済が適切に機能するのに必要な信頼を高めるものである（マクロ次元）。こうした条件が満たされれば、結果的に資本コストは低下し、会社資源の利用が効率化され、産業ないし国民経済の成長が下支えされる、というのである。

だが、先進国の間でもガバナンス構造は多様であって⁽⁶⁾、優れたコーポレート・ガバナンスの「単一モデルは存在しない」。そこで、OECD は加盟国のガバナンスを比較検討し、その中から優れたガバナンスを構成する「共通要素」を抽象したのである。

この新原則は次の 6 分野で旧版の改訂を行っている。まず、（１）「有効なコーポレート・ガバナンスの枠組み」では、その確保に果たす政府の役割について規定し（第Ⅰ章）、（２）「株主の権利」では、株主の権利（役員報酬への提言権、役員選任への関与権）について追加の考察を施すと同時に、機関投資家の役割を明確にしている（第Ⅱ章）。ついで、（３）「株主の平等な取り扱い」

では、海外株主による議決権行使の円滑化、少数株主の支配株主による濫用からの保護について（第Ⅲ章）、また（４）「ステークホルダーの役割」では、業績向上に向けた従業員参加のための仕組み、内部告発者や債権者の権利の保護について（第Ⅳ章）、言及している。さらに、（５）「開示及び透明性」では、取締役会メンバーの選考プロセス・報酬方針の開示、外部監査、証券アナリスト等による健全な情報提供の重要性を指摘し（第Ⅴ章）、最後に（６）「取締役会の責任」で、高い倫理基準の適用、役員報酬と会社および株主の利益との調整、委員会を設置する場合の権限や手続の明確化、および取締役会の独立性について、従来の主張を補強している。

このなかで、わが国企業のコーポレート・ガバナンスの改善にとって重要と思われるのは、（２）と（６）である。

C. 株主の権利及び主要な持分機能

やや詳しく見てみよう。（２）では、「コーポレート・ガバナンスの枠組みは、株主の権利を擁護し、またその行使を促進するべきである」という原則の下、（Ａ）から（Ｇ）の６項目の提言がなされている⁽⁷⁾。そのなかでも、（Ａ）株主の権利に関わる提言、（Ｅ）会社支配権市場の整備に関わる提言、および（Ｆ）機関投資家の持分権の行使に関わる提言は、とくに重要な内容を含んでいる。

（Ａ）では、株主の基本的な権利として「取締役会のメンバーを選出・解任する権利」を明記し、株主が取締役の指名・選出に有効に参加できるようにすべきであると述べている。この提言は重要ではあるが、指名・選出への具体的な参加方法が述べられていない。株主がよほど当該会社の経営と人材に精通していないかぎり、彼らが取締役の選出プロセスに参加するのは、事実上困難である。取締役の選出に参加し、取締役に独立性を持たせるにはどのような制度設計が必要なのか。これと同様のことは株主の他の権利の行使、すなわち「取締役にに対し質問し、株主総会の議題を提案する権利」や「取締役会メンバーや幹部経営陣に対する報酬の方針について、自分の意思を周知する権利」の行

使についてもいえる。株主と経営者との間に業務執行に関わる情報の非対称性が存在するかぎり、こうした権利行使は容易ではなく、理論上の権利にとどまる可能性が高いのである。

ついで（E）では、会社支配権市場を「効率的かつ透明な形」で機能させるために、（ア）企業買収や会社資産の売却といった特別な取引を律する法規・手続を明確に開示し、そこでの取引がすべての株主の権利が保護されるように透明な価格・公正な条件でなされるようにし、また（イ）そこで採用される買収防止措置（ポイズンピル、株式持合い、新株発行など）が取締役会や経営陣の責任回避に使われないようにする必要がある、と提言している。会社支配権市場が規律効果を持つには、株価が企業価値と業績を正確に反映するような効率的な株式市場の整備が、その前提となる。効率的な株式市場は、株価を通して社会的資金を適切に会社に配分する不可欠な装置なのである。この点で、わが国の株式市場は歪んでいたが、最近になって（a）買収防止慣行として機能してきた株式相互持合いの解消とメインバンク制度の後退（いずれも株主総会の投票結果を歪めてきた）、（b）M & A、TOB（株式公開買付）、MBO（マネジメント・バイ・アウト）、インサイダー取引等に関わる会社法、金融商品取引法、独占禁止法および合併会計基準の整備、（c）東京証券取引所によるコーポレート・ガバナンス原則の提示⁽⁸⁾、および（d）金融庁や証券監視等委員会による監視の強化もあって、徐々に効率化されつつある。とはいえ、新株引受権に関し、一般小口投資家が株式価値の希釈化から十分保護されていないし、M & Aに対する会社の過剰防衛策の採用も目につく。会社支配権市場はいまだ十分に健全とはいえない、このことは、米国と比べ、買収企業と買収対象企業の株主間の富の分配に大きなバラツキがあること、また買収プレミアムが低いことなどに窺える（因みに、会社支配権市場の競争状態が高まるにつれ、富の配分は買収対象企業の株主に有利に働き、買収プレミアムも上昇する）。しかし、全体的な傾向としては、会社支配権市場は徐々に発展しつつあり、規律

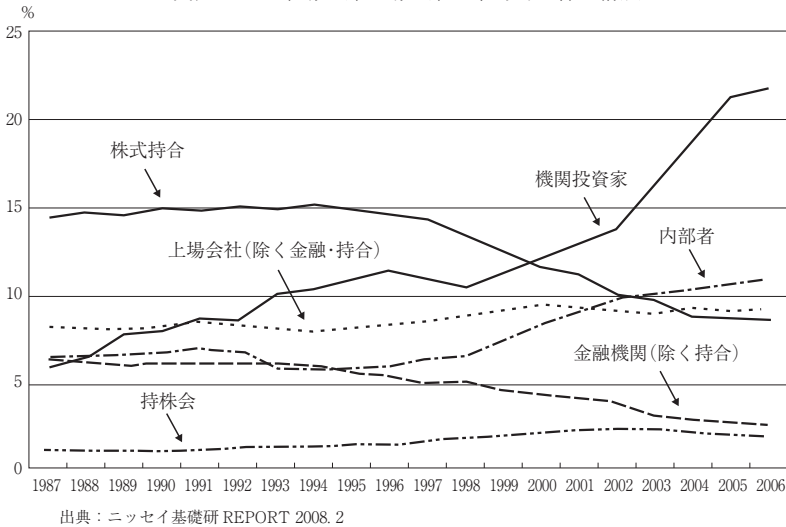
効果を高めるものと期待される。

市場の規律という点で重要なのはテイクオーバー、とりわけ敵対的買収 (hostile mergers) である。経営者にとって脅威となる会社支配権の移転を伴う M & A は、委任状争奪戦や TOB のかたちをとってなされる場合が多く、とくに市価よりも高い購買価格を提示して、一定期間内に一挙に既存株主から株を取得する TOB は、対象会社の同意を得ずして実行が可能なため敵対的買収になり易く、それは経営陣を交代させ、事業のリストラ・売却を伴う場合が多い。この時、M & A は会社を「外から」強力に規律することになるのである。わが国の国内では、M & A はバブル期まで商慣行に馴染まない悪しき戦略と見なされ、そう盛んではなかったが、90年代後半には、多くの会社が M & A を重要な成長戦略として認めるようになり、いまや国の内外で M & A を積極的に展開している。こうした動きは、わが国のガバナンスが、株主主権型のガバナンスを取り入れる方向で変化していることを示している。

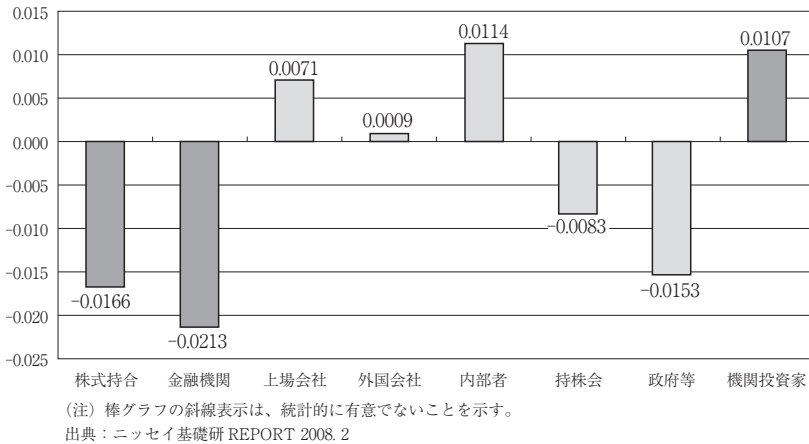
さらに、(F) では、機関投資家は「受託者」として、その投資に関し、議決権ないし持分権の行使を含め、投資先会社に対しコーポレート・ガバナンスの方針や投票方針を「開示」すべきであり、持分権の行使に影響を及ぼしかねない重要な利益相反が存在する場合には、それへの対処方法についても情報を開示すべきであると提言している。

わが国の機関投資家（信託銀行、生保・損保会社、および公的年金基金、企業年金基金等）はこの約10年の間に、運用益の低減もあり、shareowner（長期オーナーとして経営に関与する投資主体）としての自覚を高め、投資先会社に対し株主総会での十分な議案の審議と説明を求める「モノをいう株主」へと変身しつつある。株式市場における各投資主体のシェアは、この20年で大きく変化した（図表 I ）、機関投資家の投資額は40－50兆円で株式市場の10数％を占めている。だが、長期不況下、配当性向は一段と低下し（2000年基準）、自己資本収益率（ROE）も低く、マイナス運用さえ出る始末であり、それに

図表1 三市場一部上場企業の平均的な株主構成



図表2 株主構成と経営パフォーマンス



加えて止まぬ企業不祥事である。こうした環境のなかで、機関投資家は業績悪化の要因の一つにコーポレート・ガバナンスの劣化を見出したのである⁽⁹⁾。

機関投資家のこうした動きは、1990年代後半に外国人投資家、信託銀行、生保・損保会社等で起こったが、2000年代に入ると年金基金もこの動きに加わるようになった。例えば、代表的な機関投資家である厚生年金連合会は、2000年代初期には、「株主議決権行使基準」を作成し、議決権の行使で反対の比率を高めている（厚生年金連合会レベルで2003年に40%、だが年金基金の総合レベルでは3%）。連合会は、議決権行使基準として、（ア）取締役会の監督機能の強化、（イ）経営執行と監督の分離、（ウ）独立社外取締役の採用（業績の悪い委員会設置会社は、独立社外取締役を少なくとも取締役会構成の3分の1以上含むべきこと）、（エ）情報開示と説明責任、（オ）取締役の再任拒否・退職慰労金のカットなどの経営責任の追及（3年連続赤字・無配会社）、（カ）形骸化した株主総会（議案の説明不足、株主への送付の遅れ、開催日の集中など）の改善、を挙げている。また、同連合会はファンド・マネージャーを採用し、上述した基準に基づく優良会社の選択を指示するようになった。具体的には、株主価値重視の経営、情報開示・説明責任、取締役会の機能、役員報酬システム、および法令コンプライアンスとリスク管理の5項目で企業経営を評価し、そこで選択した企業（40-50社）に投資を集中し、運用益の改善を図っている。

もちろん、これは一部の機関投資家の例にすぎず、全体として年金基金が株主総会の議決権行使で異議を唱える比率は、その実際行動の保守性もあり、いまだ低い。だが、運用益の改善が至上課題となっている以上、いずれ他の機関投資家も同類のコーポレート・ガバナンス原則を作成し、それに見合ったファンドを組むことになろう。こうして見ると、わが国のガバナンスは、外部からの規律を徐々に高めているといえよう。

D. 取締役会の責任

だが、（6）の「取締役会の責任」については、いまだ多くの課題を抱えている。OECD 原則は、「取締役会による経営陣の有効な監視、取締役会の会社及び株主に対する説明責任が確保されるべきである」との前提に立って、次の

6項目を提言している。

(1) 取締役会のメンバーは、注意義務 (duty of care) と誠実義務 (duty of loyalty) を負い、会社及び株主の最善の利益のために行動すべきこと、

(2) 取締役会は、その意思決定が異なる株主グループに異なる影響を及ぼすような場合には、全ての株主を公平に扱うべきこと、

(3) 取締役会は、ステークホルダーの利益を考慮に入れ、経営陣の任命・監視で高い倫理基準を適用すべきこと。

(4) 取締役会は、会社の経営戦略等の方向付け、業績目標の設定、会社業績の監督、会社ガバナンス慣行の有効性の監視と必要な変更、幹部経営陣の選出、報酬の支払い、公式で透明な取締役会の指名・選任プロセスの確保、経営陣、取締役会メンバー及び株主による会社資産の悪用や潜在的な利益相反の監視及び管理、独立の監査の確保とリスク管理、財務・経営管理、法令遵守のための管理体制の確保、および情報開示および伝達プロセスの監視で重要な機能を果たすべきこと。

(5) 取締役会は、会社の業務について、利益相反の可能性がある場合、十分な数の非執行取締役会メンバーの任命や委員会の設置を通して、独立の客観的な判断を下すべきこと。

(6) 取締役会メンバーは、自らの責務を果たすために、正確、適切、かつ時宜に合った情報にアクセスできること。

リーズナブルな提言といってよい。上記の項目のいくつかは、わが国の取締役会にあってもそれなりに実現されている。忠実義務、注意義務は取締役のミニマムな倫理基準であり、程度の差こそあれ、大多数の取締役は身につけていよう。また、「ステークホルダーの利益の考慮」は、日本型雇用慣行のなかで根付いているといってよい⁽¹⁰⁾。さらに、「少数株主の保護」は株主代表訴訟制度などである程度確保されているし、(社外) 取締役の情報アクセスについても、従来の取締役兼経営者というガバナンス慣行⁽¹¹⁾から多くを学べるであろう。

しかし、わが国にあっては、もっとも重要な問題が棚上げにされてきた。すなわち、取締役会の独立性が制度的に担保されておらず⁽¹²⁾、取締役会が会社の経営戦略の方向付け、業績目標の設定、経営者報酬の決定などに関し、十分に権限を行使できる制度になっていないのである。平成14年の商法改正は、委員会設置会社を導入し、この問題の解決を図った。経営者の相互監視による迅速な経営意思決定の促進、リスク管理・法令順守体制の構築を図ることで、セレモニー化した取締役会を改革しようとしたのである。委員会設置会社では、経営執行権は取締役会で選任された取締役に委任され、その他の取締役と設置される各種委員会（指名委員会、報酬委員会など）が、経営の執行状態を監視・監督することになった。だが、この改革は期待された効果を生まなかった。そこには以下の問題があった。

第一に、大会社が委員会設置会社となるか否か、その選択を当該会社の自主決定に委ねたことである。法務当局は、従来型の機関形態の選択を認めることで、「制度間競争」が起こり、機関運用が改善すると期待したが、またベンチャー企業にまで委員会設置会社の適用を拡大したが、さしたる効果を生むことはなかった。ニューヨーク証券取引所に上場しているような一部の国際優良企業は委員会設置会社に移行したものの、多くの大会社は従来型に固執したのである⁽¹³⁾。第二に、委員会設置会社にあっても、取締役の独立性が厳格に担保されていなかったことである。重要財産委員会制度を手直した「特別取締役」制度にあっても、特別取締役設置会社の社外取締役の資格要件（現在、当該会社または子会社の業務執行取締役・執行者・使用人ではなく、かつ過去にそうした職に就いたことがない者）に抜け穴があり、親会社の関係者や取引先の関係者が社外取締役としてその任に就けたため、「経営陣から独立して、独立した判断を実質的に妨げる可能性のある業務上の、あるいはその他の関係が存在しないこと」（英国・キャドバリー報告書）という取締役会の独立性の基本条件が確保されなかったのである。第三に、取締役会の規模効果（board size

effect) が重視されなかったことである。取締役のメンバー数が多いほど会社業績が低くなること、独立取締役を導入すると取締役会の人数をスリム化できることは、米国同様、わが国でも確認されている¹⁴⁾。取締役会の職責が最高経営責任者（CEO）の戦略的意思決定の理解・評価・判定にある以上、その人数の絞り込みがもっと検討されてよかった。

結局、今日まで委員会設置会社が普及することではなく、ガバナンスがマネジメントと十分に区別されることはなかった。だが最近になって、わが国の資本市場が国際金融市場の重要な一部になっていることから、会社の統治機構にもグローバル・スタンダードに立った更なるガバナンス改革が求められるようになり、再び取締役会の独立性が重要な課題として浮上してきた。現在、法務省会社法制部会は、こうした流れを受け、「会社法制の見直しに関する中間試案（案）」を公表し、「第Ⅰ部 企業統治の在り方」の「第1 取締役会の監督機能」で、「1. 社外取締役の選任の義務付け」、「2. 監査・監督委員会設置会社制度」、「3. 社外取締役及び社外監査役に関する規律」で、この問題をめぐりいくつかの提案を行っている。

この試案は、社外取締役の要件に関し、一定の前進を示しているものの（A案：親会社の関係者、当該会社関係者の配偶者、2親等以内の血族・姻族の除外）、取締役会の独立性と権限については目立った前進はない。「1」では、「監査・監督委員会」設置会社に対し「社外取締役の選任」を「公開上場会社」（A案）ないし「有価証券報告書提出会社（非上場会社を含む）」（B案）に義務づけるべきこと（「1名以上」）、また監査・監督委員は他の取締役とは別に「株主総会の決議」によって選任されるべきことを提案している。次いで、監査・監督委員会の構成については、委員は3名以上でその過半数は社外取締役にしなければならないと規定している。だが、試案は取締役会全体の独立性を採り上げていない。独立性の確保という点では、取締役会のメンバーの過半数を社外取締役にするやり方のほうが有効と思えるが、なぜ取締役会のなかに監

査・監督委員会を設けるといった二階建て方式を必要とし、それにこだわるのか、その理由が説明されていないのである。また、監査・監督委員会には株主総会で取締役の選任・解任・辞任について意見を述べる権限が、また利益相反取引が事前ないし事後に認められた場合には「取締役の任務懈怠の推定規定」を適用する権限が当然賦与されてしかるべきだが、試案はこれを「検討課題」としている。二階建て方式が、取締役の権限調整問題を生み、判断をむずかしくしているように思える。さらに、社外取締役の選任に際しては、代表取締役らによる不適切な介入を阻止する方策が重要となるが、それについての検討もない。社外取締役制度を本格的に導入するつもりがあるのか、疑念が残る次第である。

また、同試案は、監査役の機能について、A案、B案、C案を提示している。現状維持のC案を除くと、監査役（監査役設置会社にあつては監査役会）に、（ア）会計監査人の選出・解任等に関する議案等、（イ）報酬等についての決定権を（A案）、もしくは前者に決定権、後者に同意権（B案）を賦与すべきであるとしている。だが、問題はやはり監査役の独立性にある⁽¹⁵⁾。確かに、インサイダー（社内監査役）のほうが財務情報へのアクセスは容易だが、アウトサイダー（社外監査役）のほうが、情報アクセス権さえ認められれば、監査を厳格に行うことができるであろう。だが、こうしたやり方以外に、監査機能を取締役会に吸収・一元化し、モニタリング機能に包括するやり方もあろう。

総じて、試案は現行制度をできるだけ継承しながら、漸進的に統治機構を国際基準に近づける試みであるように見える。だが、国際資本市場から信認を得るには、取締役会の独立性を確保し、その専決事項の一部を代表取締役等に委任し、取締役会を経営陣の選任・解任と経営モニタリング（「ガバナンス慣行の有効性の監視」、「経営陣、取締役会メンバー及び株主の潜在的な利益相反の監視」、「独立監査の確保とリスク管理」、および「法令遵守体制の確保」）に専念させる制度を構築する必要があるだろう。株主への会社情報開示の徹底（主要業

績評価指標を掲載した年次報告書の発行、充実した投資家向け IR 活動、ガバナンス・ステートメントの公表）を図り、社外取締役・社外監査役の適正な資格要件と選任基準を定め、主要な株主がプロフェッショナル（エコノミスト、証券アナリスト等）から助言を得て株主総会で役員を選出するというやり方が、今のところ妥当なやり方ではなかろうか。

3. 内部統制—契約理論からのアプローチ

経営報酬に関する最適契約理論は、株主の代理人たる取締役会が経営報酬をデザインすることで経営者に正しいインセンティブを与えることで問題の解決を図るというものである。取締役会がアприオリに株主価値の最大化を誘導すると考える理由はどこにもないが、もし株主によって選出された取締役会が経営者（CEO）に対し独立性を有し、彼を雇う立場にあれば、彼らは CEO の能力に関する情報を収集し、それを用いて CEO が株主利益に沿って行動する誘因を持てるような報酬を決定するであろう。この場合には、企業価値は最終的に CEO の能力と彼の見えざる努力、および会社が抱えているリスク要因に依存することになる。

だが、米国や日本のように代表取締役兼 CEO が制度化されているところでは、逆に CEO が取締役の再任権やその報酬額に影響を及ぼすことになる。CEO が取締役会を彼の支配下に置くため、取締役会が本来の役割を果たせない可能性が高い。その場合には、CEO は会社資源を（ア）株主価値を最大化する事業プロジェクトと（イ）経営陣や取締役を利する事業プロジェクトに配分することになるであろう。ここで取締役がどの程度 CEO の私利行動と利益をシェアするかは、取締役会の独立性の程度に対応している。結論的には、取締役会の独立性が高い程、モニタリング機能は充実し、経営者報酬の支払い感度も増大する。他面、取締役会のなかに占める業務執行兼務取締役の数が多い程、取締役会はモニタリング機能を失い、経営者報酬もインセンティブ・ペー

スでは支払われなくなる。こうした見解は既に実証によって支持されているが、最近ではその理論的な裏付けも進んでいる。ここでは、この問題を取り扱った Ozerturk の論文を採り上げる。

A. モデル設計

最初に、株主のために働く取締役会が CEO を雇用し、彼に経営を委ねる状態を想定する。そして、この会社の最終企業価値 \tilde{X} は、次の確率的な変数によって決定されるものとする。すなわち、 $\tilde{X} = e + \tilde{\theta} + \tilde{\omega}$ である（ただし、 e は観察不可能な CEO の生産的な努力、 $\tilde{\theta}$ は彼の不確実な能力、 $\tilde{\omega}$ はその会社に特殊なリスクである）。また、後二者の確率変数 $\tilde{\theta}$ と $\tilde{\omega}$ は正規分布し、その分布範囲は $\tilde{\omega} \sim N(0, \Sigma)$ 、 $\tilde{\theta} \sim N(0, \eta)$ であると仮定する。さらに、 $\tilde{\theta}$ と $\tilde{\omega}$ は互いに独立であり、CEO の能力に特段隠された情報はないものとする。仮定により、ここでは CEO が利用可能な会社資源 T のすべてを支配し、配分するが、そのとき CEO は彼の生産的な努力を株主価値に資する活動と自分自身の利益 $b(\cdot)$ に資する活動に振り分けることになる。もちろん、経営努力は彼にとっては不効用なので、経営者の金銭的便益 $b(\cdot)$ は努力 (e) の減少関数となる。最後に、モデル分析が閉じた解を持つために、 $b(\cdot) \equiv T - (e^2)/2$ と規定する。

（ア）独立性の欠如：取締役会の独立性の欠如は、ここでは取締役会が $b(\cdot)$ から効用を得る度合いで表現される。取締役会は、CEO が会社資源を自分の効用のために用いることで生じる便益と一緒に享受する可能性がある。この時、取締役会の便益は $\beta b(\cdot)$ で与えられよう（ $\beta \in [0, 1]$ ）。ここで $\beta = 0$ ならば、取締役会は CEO と利益を共有せず、何の役徳も得ないことを意味するので、取締役会は完全に独立し、株主ときちっと連携することになる。

（イ）モニタリング：取締役会はインセンティブ契約を提示する前に CEO の活動をモニタリングし、 $\tilde{\theta} = \tilde{s} + \tilde{\varepsilon}$ で表現されるような、CEO の未知の能力と相関した情報シグナル s を観察する。ここで $\tilde{\varepsilon}$ はノイズであり、 $N(0, h^{-1})$

で分布しており、ノイズを考慮に入れた情報シグナルの期待（＝平均）値をゼロ（ $E[\tilde{s}|\tilde{\varepsilon}] = 0$ ）と仮定する。シグナルの精度 h は取締役会によって選択されるが、それはモニタリング強度の測度であり、取締役会が精度 h の情報シグナルを得るためには、 $c(h)$ のコストを要するものと仮定する。すると、この費用関数 $c(\cdot)$ は精度 h の増加関数となり、 h の凸関数である。この情報シグナルは、当の CEO も知るところとなるので、シグナル s を条件とする彼の能力の事後分布は、 $(\tilde{\theta} | s) \sim N(s, h^{-1})$ で与えられることになる。

（ウ）報酬契約：ここでは、報酬契約を線形契約に限定する。CEO の報酬契約は二部報酬 (F, α) で規定されると仮定する（ただし、 F は固定報酬、 α は最終企業価値のなかの CEO のシェア分である）。したがって、 α は CEO への報酬支払いの感度を表すパラメータでもある。また、CEO はその選好で一定の絶対的なリスク回避係数 $a (> 0)$ を有する指数型の効用関数を持っているものと仮定する。

（エ）事態の推移：このモデルでは、以下のように事態が推移するものとする。

第 0 期目：まず、取締役会が CEO をモニターする強度を選択する。そして、このモニタリングの強度が、情報シグナルの精度 h を決定することになる。

第 1 期目：取締役会が CEO の能力に関する情報シグナル s を観察し、それに見合った報酬計画を設計する。

第 2 期目：CEO が会社資源を株主向けのもの（株主価値最大化事業）と自分の効用を得るためのものに配分する。

第 3 期目：最終企業価値が実現され、その消費がなされる。

B. モデル分析

Ozerturk は、このモデルを後方分析で解き、均衡解を導き出している。

（ア）CEO による経営努力水準の選択：情報シグナル s が与えられ、報酬契約が (F, α) で締結されると、CEO は自己の最終厚生（＝便益）を最大化す

るために、すなわち、

$$E [\tilde{W} | s] - (a/2) \text{Var} [\tilde{W} | s]$$

を最大化するために、努力水準 e を選択する⁽¹⁶⁾。ここで \tilde{W} は CEO の最終厚生であり、それは、

$$\tilde{W} = F + \alpha \tilde{X} + b(\cdot)$$

で与えられている。

ただし、モデルの定義により、

$$E [\tilde{W} | s] = \alpha (e + s) + T - (e^2)/2 + F$$

$$\text{Var} [\tilde{W} | s] = \alpha^2 (h^{-1} + \Sigma)$$

である。したがって、最適努力水準 e^* が選択される場合、それは $e^* = \alpha$ で与えられる。

(イ) 報酬契約：取締役会の CEO からの独立性の欠如を示す β と CEO の能力に関する情報シグナル s が与えられると、取締役会は、 $e^* = \alpha$ という制約条件と CEO の参加制約の下で、CEO と自分達の便益を考慮した、次の式を最大化する行動に出るであろう。

$$\text{Max} (1 - \alpha) E [\tilde{X} | s] + \beta b(\cdot) - F$$

$$\text{s.t. } e^* = \alpha$$

$$\text{s.t. } E [\tilde{W}(\alpha, F, e^*) | s] - (a/2) \text{Var} [\tilde{W}(\alpha, F, e^*) | s] \geq 0$$

ここで、CEO の留保効用をゼロに基準化し、制約を効かせると、参加制約は等式で成立し、定義により、

$$F = (a/2) \alpha^2 (h^{-1} + \Sigma) - \alpha (e^* + s) - b(e^*)$$

となる。ここで、上の最大化の式の F と $b(\cdot)$ に、上の等式で表現された F と $b(\cdot)$ を代入すると、取締役会の最大化問題は、次の式を最大化する α を選択する問題と同値になる。

$$(\alpha + s) + (\beta + 1) [T - (e^2)/2] - (a/2) \alpha^2 (h^{-1} + \Sigma)$$

したがって、この一階の条件から、

命題 1 ; (1) 最適な報酬支払パフォーマンスの感度 α^* は,

$$\alpha^* = 1 / [1 + \beta + a((h^{-1} + \Sigma))]$$

となり, (2) 最適な報酬支払パフォーマンスの感度 α^* は, 取締役会のモニタリング強度 h の増加関数であり, 取締役会の独立性の欠如を示す β の減少関数であることがわかる。ここで, パラメータ β は, 取締役会が株主価値の最大化にどの程度の関心をもっているのかを測るものとなっている。

(ウ) 取締役会の独立性とモニタリング機能: CEO から利益を受けない取締役会は, 株主価値の最大化により強いインセンティブをもっている。そうした取締役会は, CEO に正しいインセンティブを与えることを第一義の目的にしておき, 会社に良好なガバナンスをもたらす。後に CEO に報酬契約 (α^*, F) が提示され, CEO が均衡努力水準 (e^*) を選択するというのであれば, 取締役会の事前の期待ペイオフは,

$$\alpha^* + (1 + \beta) [T - (\alpha^*)^2/2] + (a/2)(\alpha^*)^2(h^{-1} + \Sigma) - c(h)$$

と表すことができ, ここで h に依存しない項を排除し, この α^* に上の等式を代入すれば,

取締役会のモニタリング強度の選択問題は,

$$h^* \in \arg \max (1/2) [1 + \beta + a((h^{-1} + \Sigma))]^{-1} - c(h)$$

と表記することができる。この式の一階の条件は, 次の命題を与えてくれる。

命題 2 ; (1) 取締役会のモニタリング強度の均衡点は一意的であり,

$$a/2 [a + h(1 + \beta + a\Sigma)]^2 = c'(h)$$

の式で決定される。ここから, (2) 独立性の高い取締役会ほどモニタリング機能が働き, その強度は企業に特殊なリスク Σ の減少関数であることがわかる。

取締役会による CEO の雇用という出発点の仮定に現実から見て問題はあるものの, このモデルは取締役会の独立性とモニタリング機能の関係を見事に描写しているといえる。モニタリングの充実は, CEO の未知の経営能力から生

じる会社に特殊なリスクを減じる方向で働く。独立性の高い取締役会ほど、モニタリングを強化し、会社リスクを減じると同時にCEOに正しいインセンティブを賦与するからである。したがって、コーポレート・ガバナンスの改善のためには、取締役会の独立性を高めることが、何よりも重要ということになる。

おわりに―日本型コーポレート・ガバナンス改革に向けて

この間の経済のグローバル化は、わが国の大会社に資本の効率的運用（自社株の買い戻し、キャッシュフローと有価証券の大量保有によるバランスシートの肥大化の是正など）とROEおよびROA（総資産利益率）の改善を迫ったが、それは同時に従来型ガバナンスに米国型統治構造のミックスを迫るものでもあった。グローバル化のスピードは、人材、モノ・サービス、資本の間で不均等に発展しており、とくに人材と組織のガバナンスについては商慣行、企業文化、国民性による特殊性が残っている。そして、そのことが、金融市場や会社法制のユニークな歴史的発展経路もあり、わが国のガバナンスに一定の個性を残す要因となっている。とはいえ、ガバナンスのミニマムな原則（＝株主の所有者としての位置づけ、取締役会のモニタリング機能の強化、資本効率性の追求）の実施は、今後も強く内外で要請されることになろう。

最後に、この流れを考慮し、わが国のガバナンス改革について次の三点を提言しておく。

第一に、取締役会の独立性を制度的に担保するために、取締役会議長と最高経営責任者（CEO）を分離すべきである。それがなされない場合でも、取締役に監査・監督機能を一元化し、その独立性を確保するために独立社外取締役がメンバーの過半数を占めるように法定すべきである。社外取締役は、社内人脈や社内情報に乏しいので、過半数がなければ少数派に転落し、モニタリング機能を十全に発揮できない可能性がある。また、そうしたからといって、経営陣の本来の執行業務にあまりマイナスの影響はないであろう。独立取締役の

導入で生じるコストとリスクは限定的であるのに対し、現状ではそれを導入しないリスクのほうがはるかに高いといわなければならない。さらに、この社外取締役の選任に当たっては、それを促進するため、米国のような「相対多数投票制度（株主は反対投票ができず、棄権のみが可能であり、賛成投票が一定比率あるかぎり選任される）」の採用を検討すべきであろう。

第二に、こうした案を取らず、試案の枠組みを採用する場合にも、監査・監督委員会の設置か、監査役会の設置か、その選択を企業の自主判断に任せるのではなく、監査・監視委員会の設置を大会社に一律義務づけるのが望ましい。また、そこでは独立社外取締役の人数を過半数（3人の場合は2人）というより、各種委員会への参加が可能な最低水準の人数分だけ選任するようにすべきである。さらに、同委員会の活動を必ず年次報告書等で情報開示するように指示すると同時に、その情報を会社評価の一部に組み入れるよう、東京証券取引所等に勧告すべきである。そして、監査役会制度については、廃止して取締役会のなかに包括するか、さもなければ監査人の選出方法を見直し、株主総会・取締役会への提案権、経営者への差止権など、その権限を強化する方向で監査機能の強化を図るべきである。

第三は、独立社外取締役が職責と権限のバランスを失わないように、彼に相当の権限（社内での情報収集権、調査権、差止権等）が賦与されるべきである。たとえ過半数が確保されても、誤った情報、不完全な情報の下では、代表取締役等による違法行為、不正行為を発見し摘発できない可能性がある。それを避けるためにも、社外取締役には十分な社内情報アクセス権が与えられるべきである。また、社外取締役には新任研修が必要であり、ステークホルダー問題への精通が欠かせない。独立社外取締役の採用は、本来会社の戦略に関しユニークな視点を提供するという利点を持っているのであり、そうした貢献を期待するためにも彼に最大限、発言権を与える必要がある。

わが国のコーポレート・ガバナンスは、経営者支配型のそれから株主主権型

のそれに徐々に変化しつつある。その背景にはわが国の株式所有構造の変化がある。外国人投資家、年金基金等の一部機関投資家が持ち株比率を高め、その資金運用先を選別するようになったことが、経営者に企業価値、株価、配当性向の重視という意識変革をもたらしたのである。とはいえ、統治機構の現状は従来型と株主主権型の綱引き状態にあるといつてよく、その点ではわが国のガバナンスは現在米国型モデルを一部取り入れた混合型として漂流しているといつてよい。いずれ、わが国のガバナンス類型は成長力、競争力の高い企業群のそれに収束しようが、東京が国際金融センターの一つになっている現状から見て、長期的にみればそれは国際的なベスト・プラクティス（簡明かつ透明なガバナンス）を踏まえたものに収斂していこう。そのガバナンス構造が、アングロ・サクソン型のものになるか、ユニークなものになるかは、ガバナンスに携わる関係者（株主、取締役、経営者、従業員など）の経験、能力、資質、および倫理にかかっている⁽¹⁷⁾。

注(1) 経済学は、現代企業にいくつかのアプローチを試みている。代表的なのは新古典派によるアプローチであり、株主をプリンシプル、経営者をエージェントと見なし、経営者が、一定の制約下、株主の目的（株価ないし会社価値の最大化）を最大化する活動として企業活動を捉える。このP-Aモデルは、企業の主体と目的関数を置き替えても（例えば、経営者支配⇒販売高の最大化、企業の成長率の最大化、もしくは労働者自主管理⇒従業員一人当たりの所得の最大化など）、問題を制約付き最適化問題で解けるため、汎用性があるといつてよい。ここに共通するのは（本文の第1、第3モデル）、会社の目的を一つの構成母体の目的関数の最大化で捉え、他の構成母体を最適解導出のための制約条件ないし陰伏的条件として扱うという手法である。ここでは、P-Aの目的の乖離をどう解決し（エージェンシー問題）、またプリンシパルの目的に沿うようエージェントを行動させるにはどうしたらよいか（インセンティブ問題）が、一大問題となる。

もう一つは、新制度学派によるアプローチであり、バーゲニング・モデル（第2モデル）に代表される。この企業モデルは、株主が所有しているのは議決権などの「権利の束」でしかなく、会社は投資家と従業員で構成される連合体（coalition）であると考ええる。経営者は、ここでは会社の戦略を策定・執行するテクノクラートであり、同時に会社構成員の利害を調整する裁定者ということになる。会社は、長期の雇用契約を通したリスク・コストの節約、人的資源に対する管理機構がもたらす情報コスト、モニタリング・コストの節約など市場情報体系とは異なるユニークな情報体系であり、そうしたものとして会社構成母体に彼らが個々に市場を利用して得る所得の集計以上の余剰（＝組織レント）をもたらすものとされる。バーゲニング・モデルでは経営者は、このレントをめぐる株主と従業員の交渉ゲームの裁定者ということになる。経営者は株主の利益と従業員の利益の比重和、いわば共同利益の最大化を図ると同時にその分配を裁定すること

で「交渉均衡」の実現を図るのである。

いま、経営者と従業員は、従業員の所得 w を含意する分配をベースに交渉ゲームを展開するとしよう。ここで、両者は、提案が受容・拒否される確率を考えながら、期待効果の増分がその損失分を上回るように行動すると仮定しよう。そうすると、代表的従業員の大胆さは $Bu(w) = \frac{u'(w)}{u(w)}$ で、また経営者が株主に有利に分配を変更するために冒しうるリスク限度は $Bv(w) = \frac{v'(\psi(w))}{v(\psi(w))} \psi'(w)$ で、それぞれ基準化できる。但し、ここで $u(w)$ は代表的従業員の効用関数、また v は株価 V を変数とする関数であり、 $v(\psi(w))$ は交渉が従業員の所得 w をベースに行われているときの株主の最大期待株価である。ここで、交渉プロセスでは最大受容可能なリスク（確率）の大きさが劣る交渉当事者の方が交渉相手に譲歩するという「ツオイテン原理」を採用すれば、交渉均衡は $Bu(w) + Bv(w) \psi'(w) = 0$ が満たされるときに達成されることになる。この均衡は、効用関数のタームで書き直すと経営政策と分配の限界変化によって共同利益をそれ以上増やせないような状態を意味するので、

$$u'(w^*)/u(w^*) + v'(\psi(w^*)) \psi'(w^*)/v(\psi(w^*)) = 0 \text{ より、} \\ \left. \frac{d \log u(w)}{dw} \right|_{w=w^*} + \left. \frac{d \log v(\psi(w))}{dw} \right|_{w=w^*} = \left. \frac{d \log u(w) v(\psi(w))}{dw} \right|_{w=w^*} = 0$$

で表され、従業員と株主の集合体の効用関数の積、 $u(w) v(\psi(w))$ は $w = w^*$ 、 $V^* = \psi(w^*)$ において最大化される。なお、アスタリスク(*)は最適値である（青木昌彦「企業の経済学」を参照のこと）。

ゲームの理論では、この効用積の最大化はナッシュ交渉解として知られているが、交渉解が交渉フロンティア上で選択されるには（内的効率性）、裁定者が中立的であり、かつ交渉パートナーが対称的に取り扱われる必要がある。

バーゲニング・モデルは、経営者に一つの合理的で公正な組織目的（＝効用積の最大化）を与えるが、均衡解が交渉フロンティア上にとどまるためには（＝内的効率性の維持）、賃金調整と経営戦略（昇進確率を左右する企業成長率や雇用補償など）の双方が同時にコーディネートされなければならないため、どちらか一方を先決して、それを与件に他方の最大化を図るという新古典派的な手法は採りえない。このモデルの問題点は、経営者が裁定者（＝「中立的なテクノクラート」）と見なされ、ゲーム・パートナーとしては位置づけられない点にある。また、従業員の発言権が前提とされているが、それはいつも確保されているわけではなく、ゲームにあつて株主と従業員を対称的な取り扱うことが常に妥当であるとは限らない。

- (2) 米国の株主資本主義は、他面で過小雇用、頻繁なリストラなどの問題を発生させた。米国は、こうした問題に団体交渉のレベルの複雑化（産業別・地域別・企業別交渉の積極化）、団体交渉の範囲の拡大・修正（経営専決条項の修正、義務的交渉事項を「賃金その他の雇用条件」に限定したタフト・ハートレイ法の柔軟運用）、「生産性委員会」の設置、長期協定の伸縮的な見直しなどで対応してきた。だが、このモデルでは、会社の内的効率性の実現と厚生（株主と従業員の共同利益）の最大化が同時に達成されることはない。
- (3) ここでは、従業員を株主に次ぐ権利者として認め、経営に参加させる法的モデルが提示されている。従業員の経営参加は、EU 会社法もこれを志向しているので、今後このモデルは欧州大陸諸国に多様な形態で広がっていく。
- (4) 経営者資本主義論を唱えたマリスは、階層的に組織化されている会社組織の立場から成長率の最大化が管理職一般の目標となり、目的関数の効用が組織的な関数になることを指摘し、経営者によって企業の成長と株主の利害が調整されることを解明した。だが、この理論は実証レベルで検証の壁に突き当たってしまった。

- (5) この原則は、1997年のアジア経済危機を背景に作成された。当時は、OECD加盟国のコーポレート・ガバナンスは健全と見なされ、この原則もガイドライン程度の意味しかないと思われていた。しかし、2001年に米国でエンロンやワールドコム事件が発生すると、それを契機に会社法、証券取引法などの法規制の見直しが進み、金融市場の成長や競争力の確保から見て、政府規制を強化すべきか、民間の自主規制に委ねるべきか、激しい議論が交わされることになった。こうした流れを受け、2002年にOECD閣僚理事会は両見解のバランスを取りつつ、ガバナンス原則を見直すことで合意し、「コーポレート・ガバナンス運営委員会」を設置した。そこで、「株主の権利と取り扱い」、「取締役会の責任」、「ステークホルダー（利害関係者）の役割」などをめぐり議論を重ね、2004年に従来のガバナンス原則を改定したのである。
- (6) コーポレート・ガバナンスの国際比較研究によると、米国では株主権を基礎に会社支配権市場など、市場圧力型のガバナンス装置が発展を見ている。ドイツでは、共同決定法の下、株主と従業員が企業主権を等分に分かち合っているが（監査役会の構成）、銀行の果たす役割が強大で、実質的には金融資本型のガバナンス構造になっている。これに対し、日本では法的には株主だが、慣行的には経営者が主権を持ち、ガバナンス構造は柔らかな内部統制と緩い市場圧力をミックスしたものとなっている。日本型は、「企業コミュニティの存続と発展を重視する、内部昇進型経営者によって担われた、物言わぬ安定株主と株の持ち合い、メインバンク・システムと間接金融、その他のステークホルダーとの長期的信頼関係に支えられた、インサイダー型の二重監督システム」（稲上、参考文献）である。
- (7) (A)では株式を譲渡移転する権利、会社の重要情報を得る権利、株主総会への参加権・投票権、取締役メンバーを選出・解任する権利、利益分配を受ける権利などが、(B)では会社規則や定款等の変更、株式発行の授權、会社売却と同様の結果となる特別な取引等の変更に関与する権利、またそれについて情報を提供される権利が、そして(C)では株主総会で取締役会に質問し、提案し、決議を提案する権利、取締役会メンバーの指名・選出といった重要な意思決定に参加する権利、取締役の報酬について自分の意思を告げる権利が、とり上げられている。続いて、(D)では一定の株主が過度な支配力を持つような資本構造がある場合の情報開示の必要性が、(E)では会社支配権市場は効率的かつ透明なかたちで運営されるべきことが（過剰な買収防止策の回避）、そして、最後の(F)では機関投資家の持分権の行使について提言がなされている。
- (8) 東京証券取引所は、2004年にコーポレート・ガバナンス原則を発表したが、それはステークホルダーの利益に重点を置いたものでしかなかった。この原則は2009年に改正され、監査役機能強化と株主・投資家からの信認の確保の重要性が唱えられるようになったが、取締役会の独立性、社外取締役の役割が問題にされたのは、つい最近の「東証上場企業：コーポレート・ガバナンス白書2011年」においてである。
- (9) 議決権行使等の行動は会社業績に正の効果を及ぼすことが機関投資家によって確認されている。また、投資先企業のガバナンス体制と企業業績・株価等の「成果」との間にも正の相関があることも実証されている。外国人持ち株比率の高い企業にあってはROE、ROA、配当性向など、企業の効率性や収益性に関する指標が相対的に高いことが、また長期保有型の生保・信託銀行の持ち株比率が高い会社ではR&D/売上高比率など長期成長に関わる指標が相対的に高いことが、回帰モデルで実証されている。
- (10) OECDの新原則は、「コーポレート・ガバナンスの枠組みは、…ステークホルダーの権利を認識するべきであり、会社とステークホルダーの積極的な協力関係を促進し、豊かさを生み出し、雇用を創出し、財務的に健全な会社の持続可能性を高めるべきである」と述べている。わが国の従来型ガバナンスは、日本型雇用慣行のなかでこれをほぼ満たしている。ステークホルダーを重視する論者のなかには、従業員が経営者をチェックする従業員総会（⇒経営者信任投票）や企業総会（経営者の承認・罷免）の設置などを提案する者もいるが、従業員の経営参加が進んでい

ない現状では実効性に欠けている。ACGA [日本のコーポレート・ガバナンス白書] は、次のようにこうした見解を批判している。「日本企業経営者は「ステークホルダー・キャピタリズム」とでもいうべき考え方に基いて経営を行っている」と標榜している。しかし、この主張は時代遅れであり、(企業が) 株式市場に上場している以上、基本的に不正確な理解である。上場企業においては、所有者としての株主の権利が十分に認識され、保護される必要がある」。企業組織は株主→取締役会→経営陣という会社主権の委譲システムであり、内部統治は情報伝達問題を含めた権限の配分問題であることを忘れてはならない。

- (11) 典型的な従来型株式会社では、代表取締役が、代表取締役以外の取締役全員に、範囲はより狭いものの、何らかの業務執行権限を賦与していた。取締役は常勤の経営者と見なされ、取締役会はそのま同時経営陣を構成していた。
- (12) 取締役会や監査役会の独立性は、役員が経営陣と結託せず、株主のために忠実義務と注意義務を果たすときに実現される。社外取締役の導入がそのための有効かつ不可欠な措置として考えられている。アウトサイダーであること、社会的名声を得ており経済力があること、幅広い広いビジネス経験を有することなどがその資格とされているが、会社との関係が薄い人が必ずしも独立心が旺盛な人とは限らず、またそういう人も経営陣との交流を通して捕囚されるおそれがある。加えて、当該会社の経営に精通していない、勤労インセンティブに欠けている、権勢欲が強いなどの欠点を持っているかもしれない。それゆえ、「独立性」を担保する制度を法定する場合には、資格・経歴、利益相反を生まないような会社との関係性でミニマムな原則を規定するとともに、会社側に具体的採用方針の決定を委ね、株主総会での特別信任投票で選任するのが望ましいであろう。なお、社外取締役については、(財)日本取締役協会の「取締役会規則ワーキンググループ」が「独立取締役の選任基準 (モデル)」を公表している。なお、独立社外取締役をめぐる問題については、法務省民事局「会社法制の見直しに関する中間試案 (案)」をはじめ、日本取締役協会(財)・取締役会規則ワーキンググループ、「独立取締役の選任基準 (モデル)」, Asian Corporate Governance Association「日本のコーポレート・ガバナンス白書」などを参照のこと。
- (13) 多くの会社が監査役を置いているが、十分に監査を行えない制度になっている。昭和49年の商法改正以降、何度かその地位・権限と独立性の強化(社外監査役の導入)が図られてきたが、監査役の業務監査は「違法性監査」に限定され、「妥当性監査」にまで及んでいない。我が国の監査役は取締役会で議決権を持たず、経営者の不正行為に関し取締役会に解職提案を提出できないばかりか、株主総会に解任議案を提案する権限も持っていない。監査役は株主総会によって選任されることになっているが、実際には代表取締役によって指名され、元取締役の「横滑り」や今一步のところで取締役に就任できなかった者になる場合が多く、上下関係に制約されている。経営者の不正行為を告発できるような制度の根本的な見直しが必要である。
- (14) 今村光男・坂和秀晃・渡邊直樹「商法改正は取締役会のモニタリング機能を高めるか」を参照のこと。わが国の場合、通信・家電機器産業のサンプル調査で取締役会の規模と技術的効率性に負の相関があることが指摘されている。また、一部上場の非金融企業においても取締役会の規模と企業業績 (ROA) の関係がこの仮説が成り立つことが確認されている。
- (15) コフマンらは社外監査役に関し契約理論の観点からモデル分析を試みている。そこでは、最適監査制度は、(i) 監査なし、(ii) 内部監査のみ、(iii) 外部監査と内部監査の三つの選択肢で考えられ、いずれが最適かは、監査の精度、ペナルティの大きさ、外部監査と内部監査のコスト比較に依存すると結論されている。
- (16) この式は、情報シグナル s の時の経営者 (CEO) の、最終厚生分散 (第2項) を考慮に入れた期待便益を表す式である。第2項の係数 $(a/2)$ は絶対的リスク回避度 $(=u''(x)/u'(x))$ 、但し x は確定的な所得) が、リスクプレミアムに関する期待効用の公式のテイラー展開から導かれることによるものである。

- (17) 米国の調査会社 CMI の調べでは、社外取締役の数などから測ったコーポレート・ガバナンスの国別番付で、日本は39カ国中36位に低迷している。法制審議会は、現在、社外取締役の起用の義務づけを検討しているが、日経の「社長100人アンケート」では義務づけを容認している社長は2割強しかいない（日本経済新聞2012年1月6日号）。

参考文献

- (1) 青木昌彦・伊丹敬之「企業の経済学」, 岩波書店, 1985年。
- (2) 稲上毅ほか「現代日本のコーポレート・ガバナンス」, 東洋経済新報社, 2000年。
- (3) 井上光太郎・加藤英明「M & A と株価」, 東洋経済新報社, 2006年。
- (4) 今村光男・坂和秀見・渡邊直樹「商法改正は取締役会のモニタリング機能を高めるか」, 大阪大学経済学, Vol.56 No.4, 2007年。
- (5) 江頭憲治郎「株式会社法〔第3版〕」, 有斐閣, 2009年。
- (6) 奥村宏「法人資本主義」, 日本評論社, 1970年。
- (7) 小林毅「機関投資家としての生命保険会社とコーポレート・ガバナンス」『生命保険論集(160)』2007年9月。
- (8) 深尾光洋・森田泰子「企業ガバナンス構造の国際比較」, 日本経済新聞社。
- (9) 細江守紀・太田勝造「法の経済分析」, 勁草書房, 2001年。
- (10) 東京証券取引所「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」, 2004年, 同「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書」, 2009年。
- (11) 法務省民事局「会社法制の見直しに関する中間試案(案)」, 平成23年12月
- (12) 日本取締役協会(財)・取締役会規則ワーキンググループ, 「独立取締役の選任基準(モデル)」, 2011年5月。
- (13) Asian Corporate Governance Association「日本のコーポレート・ガバナンス白書」, 2008年5月。
- (14) 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編「OECD コーポレート・ガバナンス」, 明石書店, 2006年(17)。
- (15) 新田敬祐「株主構成の変容とその影響」, ニッセイ基礎研 REPORT, 2008年2月号。
- (16) Jamie Allen (ACGA 事務局長)「独立取締役の役割と価値」, 産業経済省「企業統治研究会」(2009年2月)のワーキング・ペーパー。
- (17) Fahad Khalil and Jacques Lawarree (1995), 'Collusive Auditors', American Economic Review, Vol.85, No.2.
- (18) Robin Marris (1964), "Managerial Capitalism in Retrospect", Macmillan (ロビン・マリス(大川他訳)「経営者資本主義の経済理論」, 東洋経済新報社, 1970年)。
- (19) Saltuk Ozerturk (2005), 'Board independence and CEO pay', Economics Letters, No.88
- (20) Hermalin, B, Weisbach, M (1998), 'Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO', American Economic Review, No.88.
- (21) Shivdasani, A, Yermack, D (1999), 'CEO involvement in the selection of new board members: an empirical analysis', Journal of Finance No.54.
- (22) Kofman and Lawarree (1993), 'Collusion in Hierarchical Agency', Econometrica, Vol.61, no.3.
- (23) F. Khalil and J. Lawarree (1995), 'Collusive Auditors', American Economic Review, Vol.85, No.2.